

31/8/2022

個股研究

中國平安(2318.HK)

2022 年中期仍然承壓；惟壽險改革初見成效

壽險改革初見成效 - 雖然平安代理人數仍然持續整固，然而，經歷了這四年的改革後，代理人產能開始回升。代理人人均新業務價值及代理人人均每月收入均錄得按年較大升幅。代理人數有望見底，我們預期 2023 年新業務價值好大機會恢復增長。

新業務價值仍跌 - 受疫情持續影響，居民消費意願減弱，長期保障型產品消費支出放緩，疊加多個地區的線下展業活動受限，今年上半年壽險新業務價值仍要錄得較大跌幅。

估值 - 我們給予中國平安「買入」評級，估值由每股 89.77 港元下調至每股 80.78 港元，主要因為我們降低了集團未來新業務價值預期及集團聯營公司市值下降所致。以 2022 年 8 月 30 日每股 45.95 港元計算，潛在升幅為 75.80%。

投資策略 - 2022 年上半年，新冠疫情持續不斷，中國政府落實嚴厲疫情管控措施，經濟備受打擊，平安代理人線下活動困難，令新單繼續倒退。然而，代理人人均產能獲提升，代理人數亦有望見底，估計明年新業務價值會錄得恢復增長。平安股價已處於低位，建議投資者於現價買入。

主要財務指標

截至 6 月 30 日止年度	2020 1H	2021 1H	2022 1H
壽險已賺保費(百萬元人民幣)	293,288	282,914	275,073
財險已賺保費(百萬元人民幣)	122,339	127,255	137,776
歸屬於股東淨利潤(百萬元人民幣)	68,683	58,005	60,273
每股盈利(元人民幣)	3.88	3.29	3.45
每股股息(元人民幣)	0.80	0.88	0.92
集團內含價值(百萬元人民幣)	1,257,091	1,377,953	1,441,261
壽險內含價值(百萬元人民幣)	805,374	863,585	906,619
新業務價值(百萬元人民幣)	31,031	27,387	19,573
PEV(倍)	0.73	0.67	0.52
派息比率(%)	20.62	26.75	26.67

資料來源：公司年報及致富集團研究部

買入

估值 80.78 元

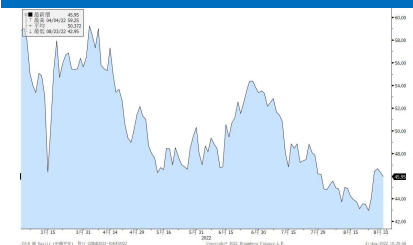
前估值 89.77 元

上日收市價 45.95 元

公司簡介

集團的主要業務包括提供多元化的金融產品及服務，主要着力於開展保險、銀行及投資三項核心業務。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
2318.HK	-0.54	-23.92	-26.83
恒指	-1.03	-12.17	-21.89

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	42.55 元-69.40 元
市值	8,028 億元
已發行股數	174.7 億
每股內含價值	78.84 元人民幣

資料來源：彭博

劉志斌 Roy, CFA, FRM
roy_lau@chiefgroup.com.hk

內容

2022 年中期中國平安業績分析	3
平安壽險利源分析——剩餘邊際攤銷罕見倒退	3
平安壽險內含價值分析——新業務價值仍然下跌	4
平安壽險改革初現成效	4
平安產險分析——受累投資下挫致盈利倒退	5
平安銀行分析——淨息差受壓	6
金融、醫療科技分析——收入、利潤承壓	7
預測及估值	8

2022 年中期中國平安業績分析

中國平安 2022 年中期純利按年上升 3.9%至 602.73 億元人民幣。至於撇除短期波動及一次性項目的歸母稅後營運利潤，則按年升 4.3%至 853.4 億元人民幣。今次升幅主要靠平安壽險及平安銀行的雙位數升幅所致。

平安壽險利源分析——剩餘邊際攤銷罕見倒退

2022 年中期，平安壽險及健康險淨利潤按年增長 14.4%至 340.88 億元人民幣，撇除短期波動及一次性項目的稅後營運利潤則按年增加 17.4%至 589.93 億元人民幣，主要因為營運偏差及其他分部按年大升 70.2%所致。

圖表 1：壽險及健康險業務營運利潤及利源分析

百萬元人民幣	2018	2019	2020	2021 1H	2022 1H
剩餘邊際攤銷	62,287	74,454	81,583	41,589	40,757
淨資產投資收益	8,959	11,738	13,170	7,133	8,121
息差收入	5,048	3,947	4,565	2,125	2,735
營運偏差及其他	21,749	10,406	4,607	7,011	11,932
稅前營運利潤合計	98,043	100,545	103,926	57,858	63,546
所得稅	(26,698)	(11,595)	(10,260)	(7,629)	(4,553)
稅後營運利潤合計	71,345	88,950	93,666	50,230	58,993
短期投資波動	(12,853)	19,354	10,308	(15,245)	(17,932)
折現率變動影響	265	(13,164)	(7,902)	(5,200)	(6,972)
一次性重大項目	-	8,597	-	-	-
淨利潤	58,757	103,737	96,072	29,785	34,088

資料來源：公司年報、致富集團研究部

剩餘邊際攤銷是利潤的最大貢獻部分，亦是過往平安壽險利潤的主要推動力，惟上半年按年罕見倒退 2.0%至 407.57 億元人民幣。剩餘邊際攤銷下跌，主要由於去年新業務貢獻按年大幅下跌 36.9%，導致 2021 年的期末剩餘邊際少有地按年倒退 2.0%。截至今年 6 月底止，由於新業務貢獻按年仍要大跌 44.8%，剩餘邊際按年下跌 4.5%，令全年的剩餘邊際攤銷好有機會仍然出現下跌。

至於營運偏差及其他部分，按年增加 70.2%至 119.32 億元人民幣，是連續三年下跌後首次上升，主要受疫情影響實際賠付較低，以及繼續率有所改善，營運經驗優於假設，帶來營運偏差增長。

平安壽險內含價值分析——新業務價值仍然下跌

圖表 2：平安壽險內含價值變動

百萬元人民幣	2018	2019	2020	2021 1H	2022 1H
期初內含價值	496,381	613,224	757,490	824,574	876,490
預計回報	45,326	57,757	66,121	34,978	35,422
新業務價值(包含分散效應)	93,237	90,048	57,571	31,218	22,189
假設及模型變動	608	1,898	(2,990)	1,251	(890)
市場價值調整影響	7,191	271	(1,692)	1,985	217
投資回報差異	(12,233)	32,142	(5,683)	(12,122)	(9,091)
其他經驗差異	13,938	3,672	(11,125)	(6,144)	1,129
其他	-	8,540	15,677	-	
淨股息支出+員工持股計劃	(31,224)	(50,061)	(50,794)	(12,158)	(18,847)
期末內含價值	613,224	757,490	824,575	863,582	906,619

資料來源：公司年報、致富集團研究部

於 2022 年中期，平安用來計算新業務價值的首年保費按年下跌 13.1% 至 761.32 億元人民幣，新業務價值按年減少 28.5% 至 195.73 億元人民幣，主要由於首年保費下跌及平安壽險產品的新業務價值率按年下跌 5.5 百分點至 25.7%。至於平安壽險內含價值按年上升 5.0% 至 9,066.19 億元人民幣。

從圖表 2 看，平安壽險內含價值的增長主要來自新業務價值及預計回報。預計回報是比較穩定的增長部分，會每年持續釋放價值。至於新業務價值，由於平安正經歷改革及疫情影響，2022 年中期仍然倒退，導致平安壽險內含價值只有單位數增長。

平安壽險改革初現成效

平安為了開發高端客戶這個藍海市場，2018 年中期開始了代理人改革。為了配合這次改革，平安逐步出清質量低的代理人。同一時間，平安將新入職代理人門檻提高，加入大專學歷、銷售經驗等要求。舊人流失量大，新人入職量少，令淨代理人數大幅下挫。

圖表 3 顯示，截至 2022 年六月底止，平安代理人數量連續第四年出現倒退，由 2018 年高峰 142 萬人，減至目前的 51.9 萬人，大幅淨減少了 90.1 萬人。

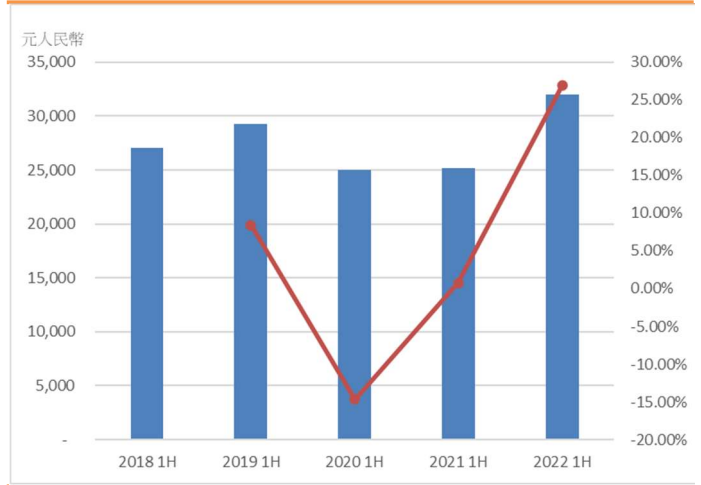
然而，經歷了這四年的代理人改革後，終於開始看到成績。雖然代理人數仍然持續整固，但產能開始回升。圖表 4 顯示，代理人人均新業務價值按年大幅上升 26.9% 至 31,958 元人民幣，已經高過 2019 年中期的歷史高位。

圖表 3：代理人數量及其增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 4：代理人人均新業務價值



資料來源：公司年報、致富集團研究部

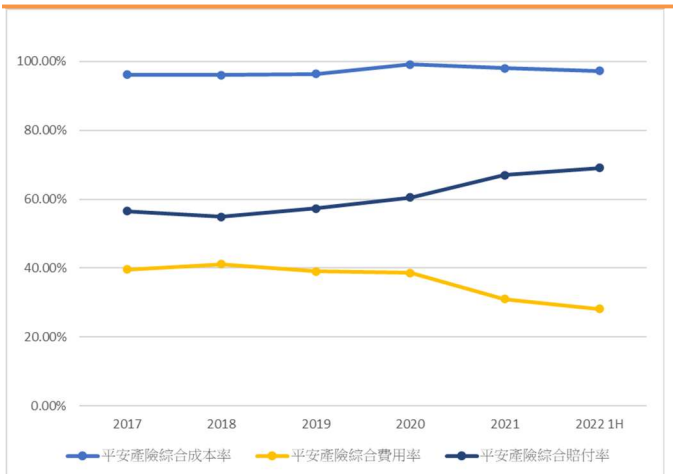
另一個重要指標，代理人人均每月收入是判斷平安能否吸引代理人入行，及觀察代理人改革成效的先行指標。期內，平安的代理人人均每月收入按年上升 35.1% 至 7,957 元人民幣，達到歷史高位，表示平安代理人隊伍的分層精細化經營獲得成果。

之前的報告討論過，新單保費及新業務價值要上升，首先要代理人質量更高，及總代理人數止跌回升。數據顯示代理人質量明顯已得到提升，剩餘就是看總代理人數何時止跌回升。今次中期報告顯示，於 6 月底的代理人數高過期內月均代理人數，好有可能代理人數已經見底。我們預期下年新業務價值好大機會恢復增長。

平安產險分析—受累投資下挫致盈利倒退

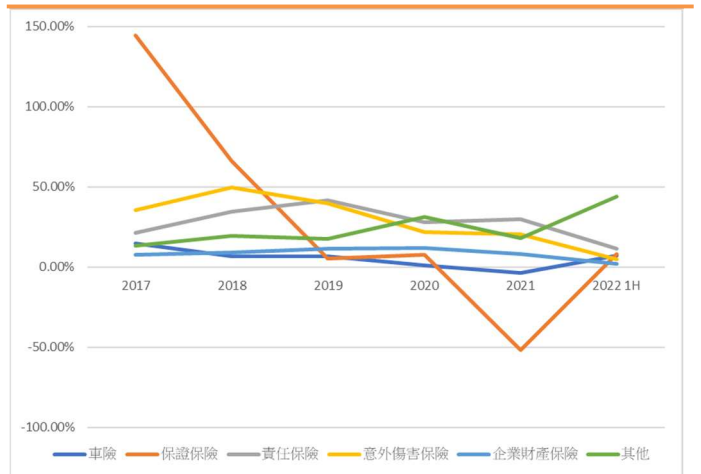
於 2022 年中期，平安產險原保險保費收入按年上升 10.1% 至 1,467.92 億元人民幣，其中車險保費收入按年增長 7.3% 至 955.02 億元人民幣。

圖表 5：綜合費用率及綜合賠付率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 6：主要險種按年增長率



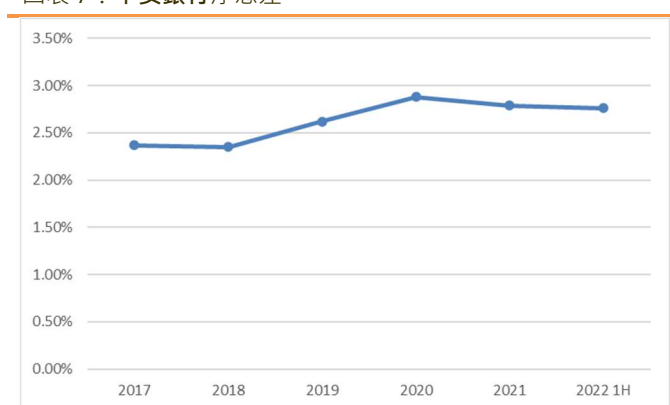
資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安產險承保利潤按年下跌 29.5%至 36.73 億元人民幣，綜合成本率上升 1.4%至 97.3%，主要由於上半年新冠肺炎疫情多點散發，對小微企業生產經營產生重大影響，導致保證保險賠款支出上升所致。至於總投資收益按年下跌 24.2%至 60.4 億元人民幣，平安產險 2022 年中期淨利潤按年下降 22.3%至 83.81 億元人民幣。

平安銀行分析——淨息差受壓

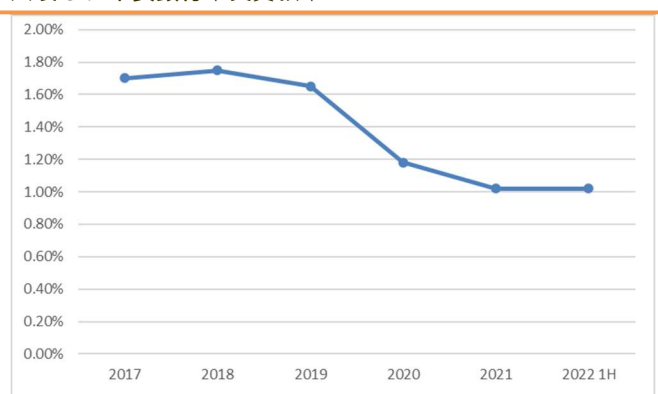
於 2022 年中期，平安銀行(1.SZ)利息淨收入按年上升 7.9%至 640.59 億元人民幣，非利息淨收入按年上升 10.4%至 279.63 億元人民幣，淨利潤按年上升 25.6%至 220.88 億元人民幣。至於淨息差按年下跌 0.07%至 2.76%，但仍然是大型銀行中的高水平。

圖表 7：平安銀行淨息差



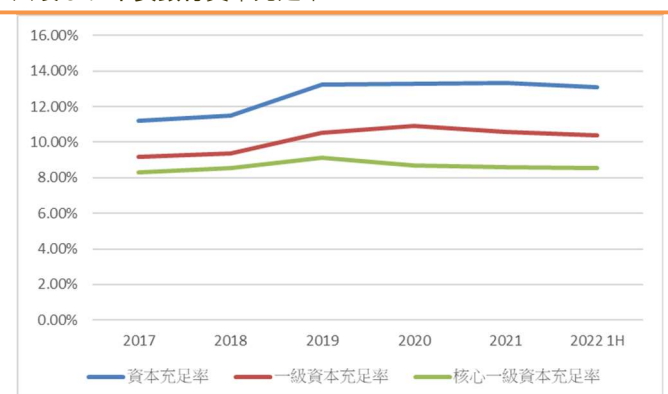
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 8：平安銀行不良貸款率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 9：平安銀行資本充足率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

不良貸款率較去年底持平至 1.02%，而逾期 60 天以上貸款佔比及逾期 90 天以上貸款佔比分別上升 0.03%及 0.01%，至 0.90%及 0.75%，貸款質素輕微轉差。不良貸款撥備覆蓋率則輕微增加 1.64 個百分點至 290.06%。

貸款減值損失按年上升 18.7%至 298.31 億元人民幣，因此信貸成本上升 0.09 個百分點至 1.93%。

金融、醫療科技分析——收入、利潤承壓

中國平安的金融、醫療科技業務於 2022 年中期收入按年倒退 3.0%至 134.41 億元人民幣；若不考慮持股比例的影響，各科技公司營業收入的直接加總則按年基本持平至 484.78 億元人民幣。股東應佔淨利潤按年上升 44.7%至 48.75 億元人民幣，若剔除一次性重大項目，股東應佔營運利潤計算則按年減少 21.3%至 49.09 億元人民幣。

陸金所(LU) 2022 年中期，實現營業收入 326.04 億元人民幣，按年增長 8.4%；淨利潤 81.88 億元人民幣，按年下降 16.2%。今年上半年疫情再度蔓延，對廣大小微企業主客戶的生產經營造成了嚴峻挑戰，受此影響，截至今年 6 月底，管理貸款 30 天以上逾期率為 3.1%。公司財富管理平台上 82%的客戶資產來自於資產規模大於 30 萬元人民幣的客戶群體，客戶資產規模為 4,319.01 億元人民幣。

平安健康(1833.HK) 2022 年中期收入按年下跌 25.9%至 28.28 億元人民幣，虧損持續擴大，按年上升 51.8%至 4.24 億元人民幣，相較 2021 年下半年減少虧損 35.5%，主要是毛利率提升，疊加強化費用管控措施。

汽車之家(2518.HK) 2022 年中期實現營業收入 32.04 億元人民幣，按年倒退 15.2%，淨利潤 9.1 億元人民幣，按年下挫 40.6%。業績倒退主要由於國內新冠肺炎疫情多點散發，多家車企出現停工停產，造成中國乘用車產銷出現下滑，同時各地車展延期導致新車上市推遲，給公司的短期業務增長帶來挑戰。

金融壹賬通(OCFT) 2022 年中期，金融壹賬通實現營業收入 21.53 億元人民幣，按年增長 20.4%，淨虧損按年下跌 14.0%至 5.62 億元人民幣。

預測及估值

我們給予**中國平安**「買入」評級，估值由每股 89.77 港元下調至每股 80.78 港元，主要因為我們降低了集團未來新業務價值預期及集團聯營公司市值下降所致。此估值是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。我們用每股股價對每股企業價值比率(PEV)估值法對集團壽險業務進行估值；用市賬率(PB)估值法對集團財險、信託及證券業務進行估值；用**平安銀行**、**陸金所**、**平安好醫生**、**金融壹賬通**及**汽車之家**的市場價值¹進行估值；以及用投後價值對集團科技業務進行估值。

圖表 10：中國平安分類加總估值模型

百萬單位	估值法	分部每股估值(港元)
壽險業務	PEV	58.89
財險業務	PB	7.77
平安銀行	市值	9.03
平安信託	PB	0.78
平安證券	PB	1.16
陸金所	市值	1.54
金融壹賬通	市值	0.05
平安醫保	投後估值	1.03
平安好醫生	市值	0.52
汽車之家	市值	0.01
每股合理值(港元)	80.78	
上日收市價(港元)	45.95	
潛在升幅(%)	75.80	

¹ 以 2022 年 8 月 30 日收市價計

評級釋義

評級	說明
買入	現價較估值有超過 30%折讓
中性	現價正處於估值正負 30%變幅的區間之內
沽出	現價較估值有超過 30%溢價

免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。



www.chiefgroup.com.hk